Morning Meeting Notes

2023-02-23

내일의 차이 현대차증권

What's Inside

반도체산업(OVERWEIGHT) 깊은 상처는 회복하는데 시간이 필요하다
DB손해보험(BUY/102,000) 이제는 주가 재평가 필요
현대해상(BUY/44,000) 여러모로 예상을 상회
한화생명(BUY/3,300) 배당 기대감은 눈높이 조금 낮춰야

New Issue

뉴욕증시, '긴축' FOMC 의사록에 약세...다우 0.26% 하락
뉴욕채권, '인플레 여전히 위협적'...미국 금리 인상 유력
국제유가, "금리 더 올려야" 국제유가 급락

New Publication

[퀀트/글로벌 ETF] 2023년 2월 퀀트/글로벌 ETF 전략: 여명(黎明)(2023-02-03)
[채권전략] 2023년 금융시장 트리플(Triple) 강세 대비(2023-01-30)
[스몰캡] 반도체의 꽃은 IP다(2023-01-30)
[반도체/2차전지/자동차] CES 방문 후기 및 투자 활용법(2023-01-17)
[글로벌] 한미중 대표종목 삼국지(2023-01-17)
[통신 산업] 2023년 산업 전망-Any Call에서 Any Content로!(2023-01-09)

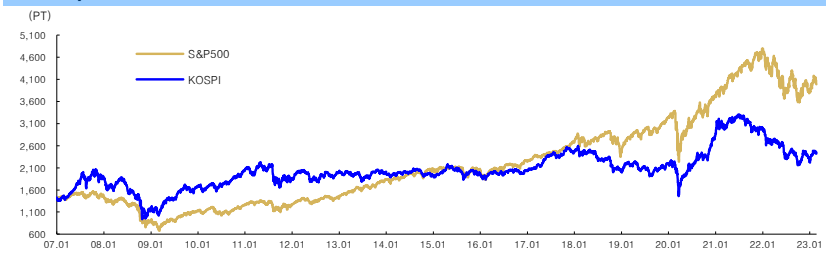
Rating, Target Price Changes

DB손해보험	BUY	98,000 원	▷	BUY	102,000 원	(2023-02-23)
한화생명	BUY	3,000 원	▷	BUY	3,300 원	(2023-02-23)
삼성화재	BUY	260,000 원	▷	BUY	270,000 원	(2023-02-22)
삼성생명	BUY	80,000 원	▷	BUY	83,000 원	(2023-02-22)
에스엠	BUY	93,000 원	▷	M.PERFORM	120,000 원	(2023-02-21)
코리안리	BUY	10,000 원	▷	BUY	11,000 원	(2023-02-20)
오픈엣지테크놀로지	BUY	23,000 원	▷	BUY	30,000 원	(2023-02-17)
GKL	BUY	19,000 원	▷	BUY	24,500 원	(2023-02-17)
대웅제약	BUY	220,000 원	▷	BUY	170,000 원	(2023-02-16)
이마트	M.PERFORM	110,000 원	▷	M.PERFORM	120,000 원	(2023-02-15)
SK렌터카	BUY	10,000 원	▷	BUY	9,000 원	(2023-02-14)
하이브	BUY	186,000 원	▷	BUY	240,000 원	(2023-02-13)
하나금융지주	BUY	55,000 원	▷	BUY	58,000 원	(2023-02-10)

외국인 순매수		국내기관 순매수	
순매수	금액(백만)	순매수	금액(백만)
NAVER	29,398	KODEX 200선물인버스2X	58,228
KODEX 200선물인버스2X	21,377	고려아연	34,950
KG스틸	17,022	KODEX 200	30,083
바이오니아	12,823	오스템임플란트	29,641
LG전자	10,889	팬오션	21,880

외국인 순매도		국내기관 순매도	
순매도	금액(백만)	순매도	금액(백만)
에코프로비엠	-87,917	삼성전자	-299,366
엘앤에프	-36,148	SK하이닉스	-125,267
POSCO홀딩스	-34,592	셀트리온	-82,822
KODEX 200	-34,009	KODEX 레버리지	-67,663
에코프로	-30,728	한화솔루션	-53,323

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가(pt)	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,417.68	-1.68	+0.94
대형주	2,390.38	-1.77	+0.69
중형주	2,744.63	-1.30	+1.38
소형주	2,256.17	-1.06	+3.74
KOSDAQ	778.51	-1.88	+8.43

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	7,904	-3,134	-5,066
누적순매수(D-20)	-62,680	65,386	-3,088

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위: 억 원)	182,203	168,077	110,723

업종별 지수	종가(pt)	D-1(%)	D-20(%)
건설	78.79	-2.26	-1.39
금융	358.48	-1.55	-5.26
운수장비	1,919.53	-1.52	+7.59
유통	338.49	-0.96	-2.57
음식료	3,682.24	-1.27	-0.61
의약품	13,034.81	-2.03	-3.53
전기전자	24,064.54	-1.84	+2.47
철강금속	5,082.52	-2.53	+7.93
화학	5,475.81	-2.07	+2.80
유틸리티	770.35	-0.83	-7.50
통신	356.97	-0.11	-6.47

해외시장 동향	종가(pt)	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	3,991.05	-0.16	+0.46
NASDAQ	11,507.07	+0.13	+3.29
일본	27,104.32	-1.34	+0.74
중국	3,291.15	-0.47	+0.81
독일	15,399.89	+0.01	+2.44

주요 금리 동향	종가(%)	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.63	+1.70	+31.30
국고채 (10년)	3.63	+3.40	+35.70
은행채AAA (3년)	4.10	+1.70	+19.40
미국국채 (2년)	4.69	-2.93	+52.31
미국국채 (10년)	3.92	-3.69	+43.69

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1305.14	+0.70	+5.85
원/백 엔	966.74	+0.02	+2.60
원/위안	189.35	+0.51	+4.40
달러/유로	1.06	-0.01	-2.47
위안/달러	6.89	-0.19	-1.45
엔/달러	134.86	+0.01	+3.11
Dollar Index	104.54	+0.34	+2.47

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	73.75	-3.16	-7.64
금 (usd/oz)	1,841.5	-0.05	-5.67
BDI	594.0	+7.61	-22.15
천연가스(NYMEX)	2.2	+4.87	-28.88

Conviction Call List

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Industry Note
20223 02. 23

반도체 산업

OVERWEIGHT

깊은 상처는 회복하는데 시간이 필요하다

Analyst 노근창
02) 3787-2301
greg@hmsec.com

RA 박준영
02) 3787-2365
1300900@hmsec.com

2분기에도 DRAM 가격 하락폭 두 자리 수 육박 예상 / Server 32GB DDR4 가격 저점 USD 59 내외

최근 들어서 Meta를 중심으로 구조조정이 본격화되면서 북미의 다른 CSP (Cloud Service Provider)들도 기존 대비 Server 주문량을 하향 조정하고 있음. 이에 따라 올해 **전세계 Server 출하량은 기존 YoY 3.7%증가에서 YoY 1.3% 증가로 둔화**될 것으로 보이며, CSP 수요 (대만 ODM업체 생산량)도 기존 YoY 10.7%에서 6.5% 증가에 그칠 것으로 보임. 북미 CSP들의 Server 수요는 2022년 YoY로 15.1% 증가에서 2023년 YoY 4.4%증가로 둔화될 것으로 보이며, Meta의 경우 2022년 YoY +19.7%에서 YoY -3.0%로 역신장할 것으로 보임. **ChatGPT 열풍과 Sapphire Rapids 출시로 Server 교체 수요에 대한 기대감**은 크지만 경기 둔화로 인해 **올해 내에 그 기대감이 현실화될 가능성은 미미**할 것으로 보임. 한편, 최근 PC DRAM 현물가격이 USD 1.82 (DDR4 8Gb기준) 수준에서 보합세를 기록하면서 1분기 DRAM 가격 바닥 기대감까지 일부 제기되기도 하지만, PC DRAM의 경우 Server DRAM 대비 상대적으로 재고 수준도 낮으며 현물시장도 규모가 작고 일부 투기적인 수요까지 가격에 영향을 주고 있다는 점에서 크게 의미를 둘 상황은 아니라고 판단됨. 오히려 Server DDR4 재고가 여전히 많은 DRAM회사들의 경우 재고 정리를 위해 좀더 할인된 가격에 판매를 확대하면서 **2분기에도 Server DDR4 가격은 QoQ로 10% 이상 하락**할 것으로 보임. 특히, 5월부터 본격적으로 Server DDR5 수요가 개화될 것으로 보이는데 통상적으로 DDR5 가격은 DDR4 대비 40%내외 Premium을 받고 형성되는데 **DDR4 가격을 더욱 인하시키면 DDR5 가격까지 같이 인하**하게 된다는 점에서 구매력의 중심에 있는 CSP들의 가격 인하 요구는 2분기까지 지속될 것으로 보임. 우리는 **32GB기준으로 DDR4 USD 70은 Server BOM Cost의 10% 이하 수준으로 하방경직성을 기대**했지만, 과잉 재고로 인해 **USD 58~59 수준에서 바닥을 형성**할 것으로 보임

반면에 **Mobile DRAM과 PC DRAM 가격 하락 폭은 Server DRAM 대비 상대적으로 완만**할 것으로 보임. **전체 DRAM ASP는 1분기 QoQ -23%, 2분기 QoQ로 -10% 수준에서 하락**할 것으로 보이며, **3분기는** DDR5 비중 상승에 따른 **Blended ASP 개선 효과로 인해 QoQ로 보합세**를 보일 것으로 예상되며, **4분기에는 +2.6% QoQ로 상승**할 것으로 전망

Apple의 위력은 2022년에도 확인, Chat GPT는 중장기적인 호재 / 좋은 가격에 매수하는 전략 유효

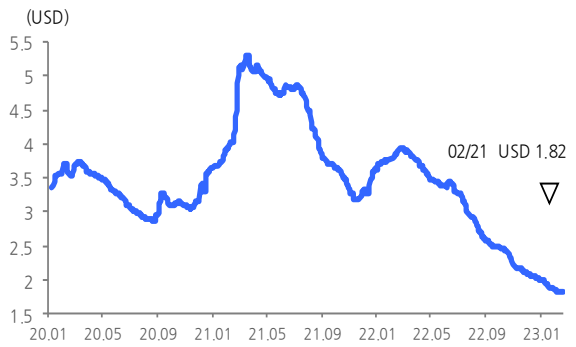
1월 대만 기업들의 월별 실적은 Apple Supply Chain만 중국의 봉쇄 해제로 MoM으로 회복된 반면, 대부분 회사들의 매출액은 MoM으로 급감하였음. 특히, PC비중이 큰 대만 ODM4개사의 매출액은 MoM으로 22.4% 감소하였고, Acer+Asus 매출액도 MoM으로 36.0% 감소하는 등 PC Supply Chain의 고통은 가중되고 있음. 한편, Counter Point가 분석한 2022년 전세계 스마트폰 출하량은 YoY로 12.0% 감소하였지만, **스마트폰 출하액은 YoY로 6.5% 감소**에 그쳤음. 특히 Apple이 Pro Series의 후면 Camera를 48Mega로 Upgrade시키면서 **전세계 스마트폰 ASP는 6.2% 상승**하였음. 경기는 둔화되었지만, High End 스마트폰은 경기에 방어적이라는 점을 증명하였음. 특히, 중국 Foxconn공장의 봉쇄에도 이와 같은 결과가 나왔다는 점은 시사점이 큼. **2018년 전세계 스마트폰 수요는 15억대, 출하액 USD 4,100억**을 기록하였는데 **2022년 스마트폰 수요 12.2억대**에 **출하액 USD 4,190억**을 기록하였음. High End 스마트폰이 경기 둔화에 방어적인 이유는 주택, 자동차, 여행 대비 구매의 부담은 작은 반면

효용은 더욱 크기 때문임. 결론적으로 올해 하반기에 **Apple이 Pro Max Model에 Folded Zoom**을 적용하는 등 지속적으로 H/W를 Upgrade하고 있다는 점에서 동 부분은 **하반기 수요에 긍정적**인 변수가 될 수 있음. 무엇보다도 2022년 매출액 증가율만 놓고 보면 **Apple 비중이 큰 TSMC 매출액은 YoY로 33.5%** 증가, **Sony의 FY기준 CIS 매출액 YoY 36.2% 증가** (예상), **LG이노텍의 광학솔루션 매출액은 YoY로 34.8% 증가**하였음.

올해 들어서 실적 악화에도 불구하고 NVIDIA 주가는 ChatGPT 열풍 속에 시장 수익률을 크게 상회하고 있음. ChatGPT용 GP GPU가 기존 V100에서 A100으로 Upgrade되고 있으며 올해부터는 H100으로 Upgrade될 것이라는 기대감이 함께 작용하고 있음. 특히, **H100은 TSMC의 5nm**에서 양산되고 있는 제품이며, TSMC의 **CoWos 2.5D Packaging (GPU와 HBM을 Silicon Interposer위에 부착)**을 통해 대역폭, 성능,전력사용 효율성, Low Latency를 제고시킬 것으로 보임. 특히, H100은 HBM3와 Stacking된다는 점에서 HBM 시장을 선도하고 있는 국내 DRAM회사들에 대한 수혜 기대감까지 부각되고 있음. ChatGPT로 인해 HBM 수요가 고속 성장할 것이라는 것에는 의심하지 않지만 **올해 전체 Server에서 H100을 장착한 비중은 여전히 미미**하며, **HBM이 전체 DRAM에서 차지하는 비중도 여전히 미미**하다는 점에서 **중장기적인 관점에서 접근할** 것을 권고함.

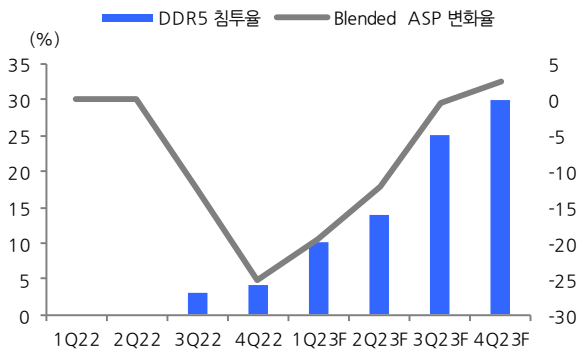
모멘텀 관점에서 연내 현물가격과 고정가격 상승이 예상되는 메모리 반도체 업종에 대한 비중확대 전략은 유효하다고 판단됨. **강력한 모멘텀이 될 고정가격 상승**은 **DDR5**의 **Blended ASP 개선 효과**로 인해 **늦어도 올해 4분기에는 상승**할 것으로 보임. 다만, 올해 DRAM시장은 거친 가격 하락으로 인해 비수기인 2분기에는 시장 규모가 **USD 94억** 수준까지 하락할 것으로 예상됨. 3분기에 재차 USD 100억 회복이 예상되지만, **침체기였던 2019년 2분기 (USD 148억)** 대비해서도 크게 낮은 수준임. 역대급 수요 침체와 과잉재고로 인해 **DRAM산업의 상처가 역대급으로** 큰 상황이라는 점을 감안할 때 회복 강도가 시장 예상 대비 낮을 가능성도 충분히 있음. 특히, 2023년 설비투자 축소로 내년 메모리 시장은 호황을 보일 것으로 보임. 다만, CSP들의 영향력 상승과 중국 스마트폰 업체들의 안전재고에 대한 눈높이 변화를 감안할 때 회복 강도에 대해서는 일정 부분 확인이 필요함. 결론적으로 **연내 DRAM고정가격 상승에 대한 비중확대 전략은 유효**하지만 **좋은 가격대에서 비중을 확대**하는 전략이 유효해 보임

<그림1> PC DDR4 8Gb 2666Mbps 현물가격 추이



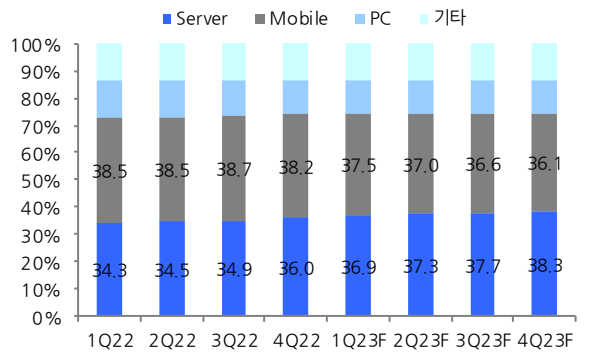
자료: Trend Force, 현대차증권

<그림2> Server 32GB RDIMM Blended ASP 변화율



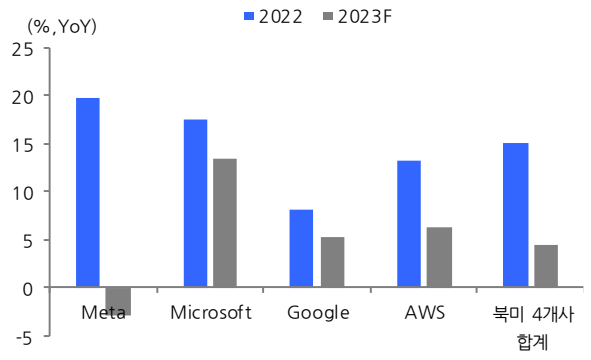
자료: Trend Force, 현대차증권

<그림3> DRAM 제품별 출하량 비중 추이



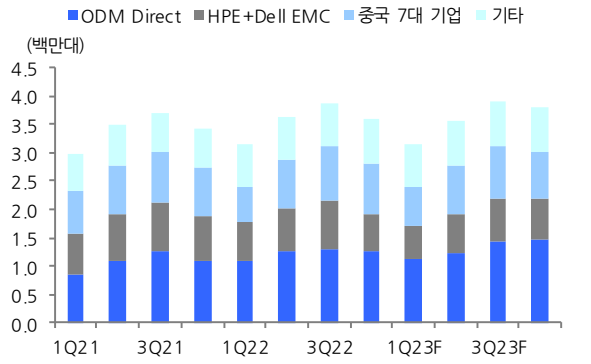
자료: Trend Force, 현대차증권

<그림4> 북미 4대 CSP Server 수요 증감률 (출하량)



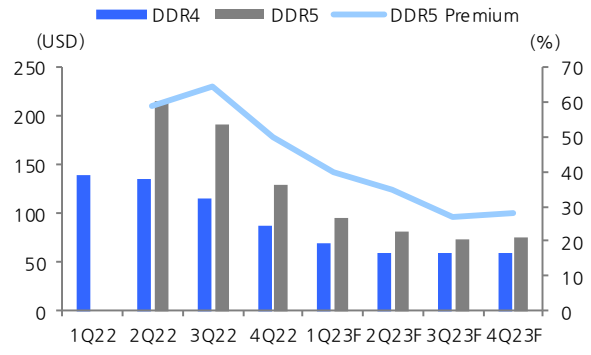
자료: Trend Force, 현대차증권

<그림5> 전세계 Server 수요



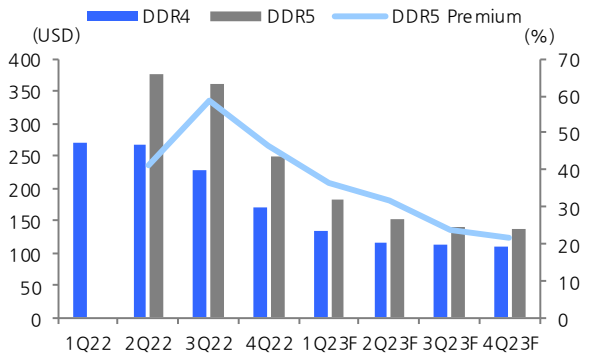
자료: Trend Force, 현대차증권

<그림6> Server 32GB DDR4/DDR5 ASP 추이



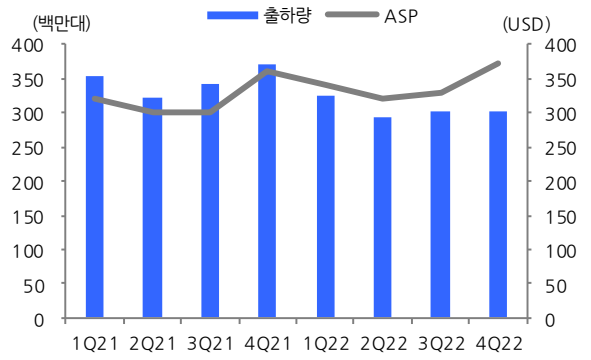
자료: Trend Force, 현대차증권

<그림7> Server 64GB DDR4/DDR5 ASP 추이



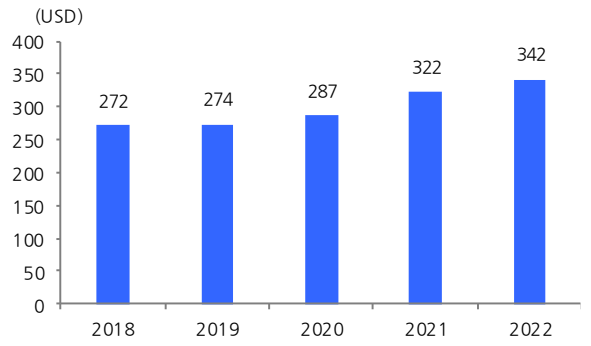
자료: Trend Force, 현대차증권

<그림8> 전세계 스마트폰 Sell-Out과 ASP 추이



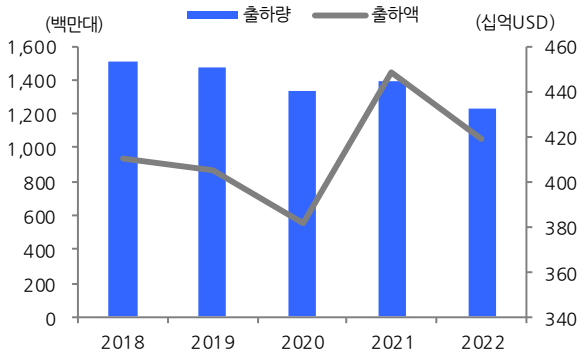
자료: Counter Point, 현대차증권

<그림9> 전세계 스마트폰 ASP 추이



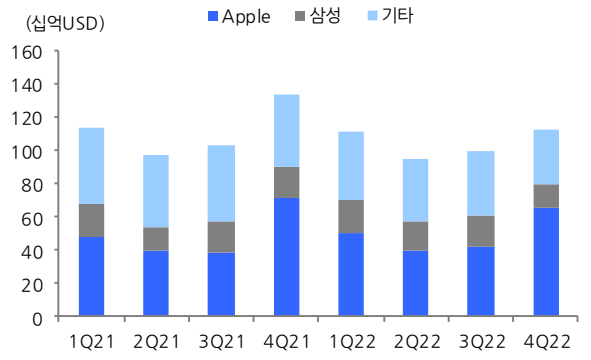
자료: Counter Point, 현대차증권

<그림10> 연도별 스마트폰 출하량과 출하액 추이



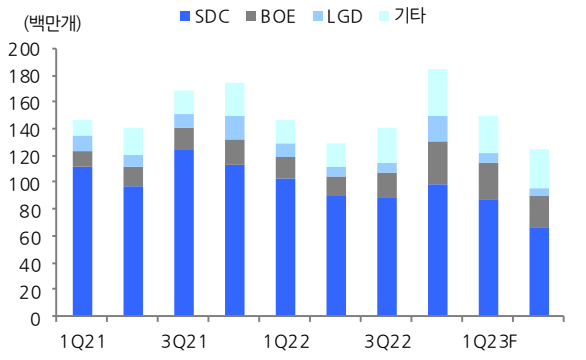
자료: Counter Point, 현대차증권

<그림11> 제조업체별 스마트폰 출하액 추이



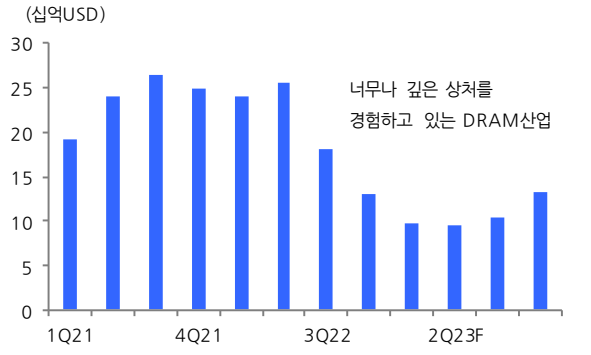
자료: Counter Point, 현대차증권

<그림12> Mobile OLED Module 출하량 추이



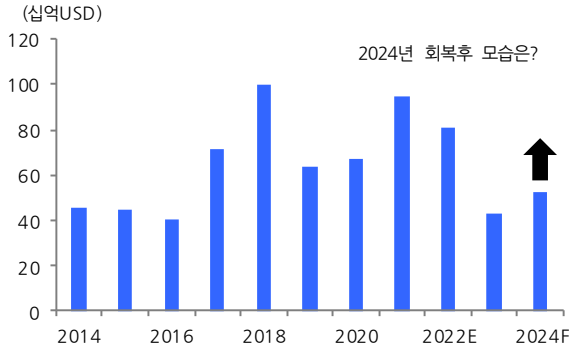
자료: Stone Partners, 현대차증권

<그림13> 분기별 DRAM 시장 전망



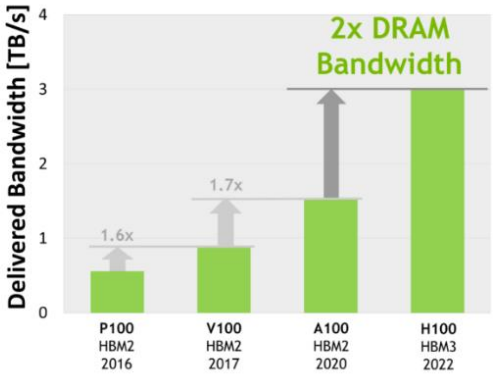
자료: 현대차증권, Trend Force

<그림14> 연도별 DRAM 시장 전망



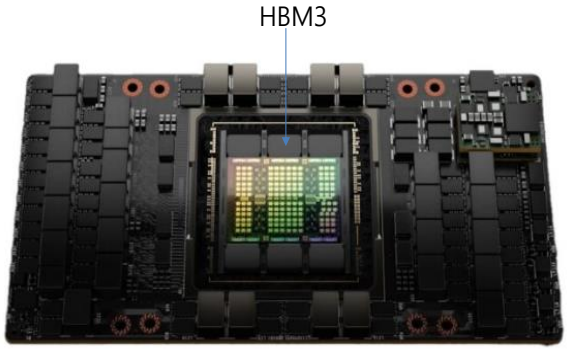
자료: 현대차증권, Trend Force

<그림15> NVIDIA GPU별 HBM과 대역폭



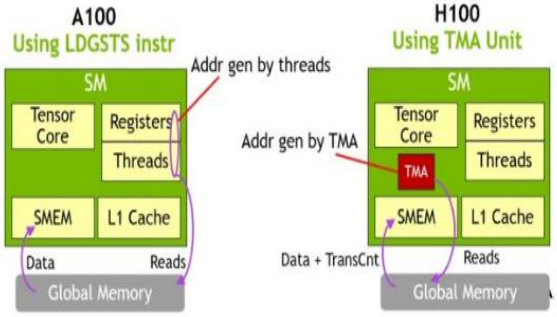
자료: NVIDIA, 현대차증권

<그림16> A100과 HBM3



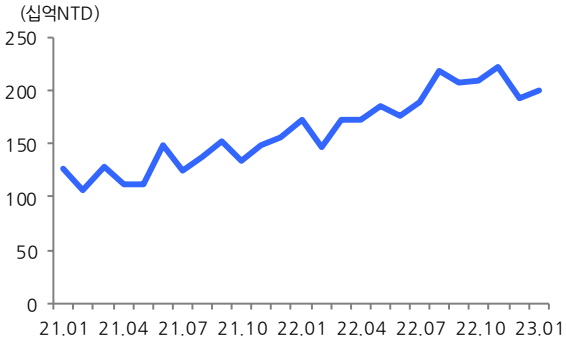
자료: NVIDIA, 현대차증권

<그림17> A100과 H100 비교 Diagram



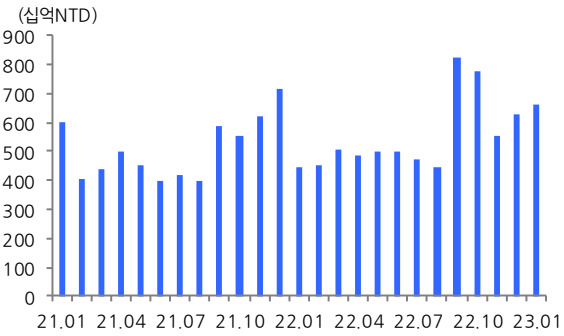
자료: NVIDIA, 현대차증권

<그림18> TSMC 월별 매출액 추이



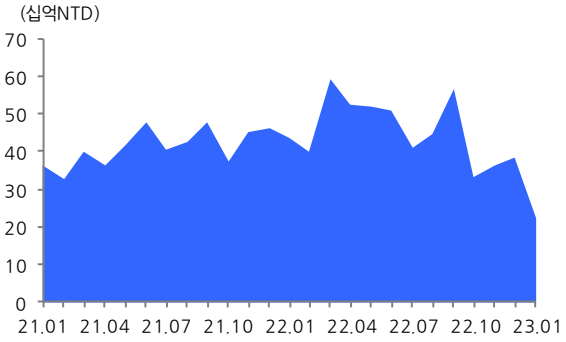
자료: TSMC, 현대차증권

<그림15> Foxconn 매출액 추이



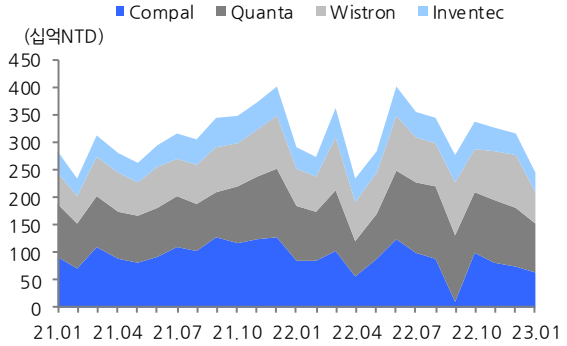
자료: HonHai Precision, 현대차증권

<그림16> MTK 월별 매출액 추이



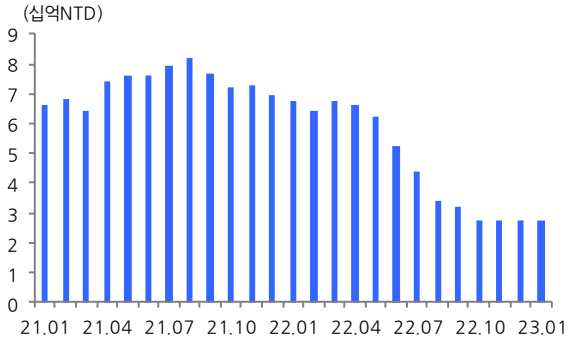
자료: MTK, 현대차증권

<그림17> 대만 ODM업체 월별 매출액 추이



자료: 각사, 현대차증권

<그림18> Nanya Tech 월별 매출액 추이



자료: Nanya Tech, 현대차증권

Company Note
2023. 02. 23

DB손해보험
(005830)

BUY
TP 102,000원

이제는 주가 재평가 필요

Analyst 이홍재
02-3787-2643 leehj612@hmsec.com

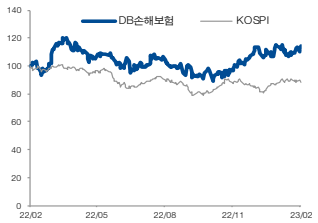
현재주가 (02/22)	68,400원
상승여력	49.1%
시가총액	4,843십억원
발행주식수	70,800천주
자본금/액면가	35십억원/500원
52주 최고가/최저가	72,300원/53,200원
일평균 거래대금 (60일)	9십억원
외국인지분율	43.60%
주요주주	김남호 외 10인 23.22%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-0.1	18.1	9.1
상대주가(%p)	-1.1	17.5	11.1

※ K-IFRS 별도 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	15,978	16,411	98,000
추정치	16,331	16,525	102,000
Consensus	14,082	14,025	88,167
Cons. 차이	16.0%	17.8%	15.7%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

현재 주가는 적정 가치 대비 49% 저평가로 판단

- DB손해보험의 4분기 손익은 전년 대비 24.5% 개선되고 전분기 대비는 35.7% 감소한 1,636억원을 기록하며 컨센서스를 17.9% 상회. 연간 순이익은 전년 대비 26.2% 증가한 9,806억원(ROE 19.4%)으로 사상 최대 이익 경신
- 해외 자산 손실 등으로 운용자산이익률이 0.1%p 감소하며 투자손익이 다소 둔화되었으나 C/R이 1.2%p 개선되며 전체 손익 개선을 견인. 특히 장기 위험 L/R이 계속P 증가 효과와 실손 담보 보험금 안정화 지속되며 전년 대비 7.1%p 개선된 점이 크게 작용. 한편, 순사업비는 보장성 인보험 신계약이 전년 대비 24.4% 증가한 영향으로 25.3% 확대
- 한편, 전환 CSM 잔액은 약 10조원 수준이며, 22년 신계약 CSM은 약 2조원, 상각 및 경험 조정, 이자부리 후 CSM은 1조원 순증하여 22년 말 CSM 잔액 약 11조원. 이행현금흐름 규모가 약 14조원임을 가정했을 때, 자본 규모는 약 10조원 추정. ROE는 투자나 간접비, 예실차 효과 등을 제외한 CSM 상각만으로도 14% 내외 예상
- 이에 따라 단순히 현재의 ROE-P/B 방식에 적용하면 적정 시가총액은 현재가에서 3배 상승 여력으로 산출. 전환 재무제표 완전 공개 이후, 그리고 배당 정책 발표 후 목표가 산출 방법 변경할 계획이지만, 일단은 제시한 CSM 상각 규모 감안하여 목표가를 102,000원으로 상향. 투자이익이나 예실차, 간접비, 일반/자동차 보험수지 제외, 23년 신계약 CSM 유입 효과도 감안하지 않은 기시 예상 연간 CSM 상각액 1.5조원에 과거 평균 최저 12MF P/E 4.1x를 적용
- 그간 우수한 배당 Track Record 감안 시 DPS 점진적 우상향 가능성도 높다고 판단

올해 신계약 CSM 확보가 관건

- 22년 보장성 인보험 신계약은 전년 대비 4.4% 증가하며 18년부터 5년 연속 개선 지속. 이에 따라 22년 신계약 CSM은 2조원을 상회하며 양호한데, 올해도 유사한 규모의 신계약 매출이 가능한지 모니터링은 필요
- 올해 초 예정이율도 25bp 가량 조정된 데다 동사의 GA채널 기준 1월 인보험 신계약은 22년 월평균 대비 13.9% 가량 감소, 거기에 경쟁사에서 2월부터 GA 채널 매출 경쟁에 더욱 박차를 가하는 것으로 파악되는 점도 다소 부담 요인으로 작용 중

요약 실적 및 Valuation

구분	경과보험료 (십억 원)	투자손익 (십억 원)	총영업이익 (십억 원)	순이익 (십억 원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (X)	P/B (X)	ROA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	12,670	1,274	683	502	8,364	42.1	5.2	0.4	1.1	8.3	5.0
2021	13,772	1,304	1,066	777	12,939	54.7	4.2	0.5	1.5	12.4	6.5
2022F	14,625	1,430	1,311	981	16,331	26.2	4.0	0.8	1.9	19.4	7.0
2023F	15,286	1,381	1,360	992	16,525	1.2	4.1	0.7	1.9	17.2	7.0
2024F	15,529	1,467	1,400	1,021	17,007	2.9	4.0	0.6	1.8	15.8	7.5

** K-IFRS 별도 기준*

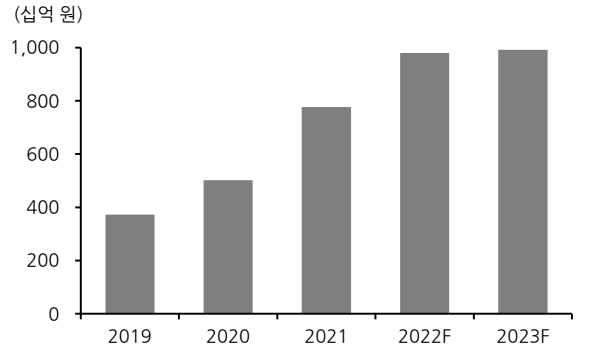
<표1> DB손해보험 주요 실적 추정

(단위: 십억 원)

	4Q22P	4Q21	YoY%	3Q22	QoQ%	2022F	2021	YoY%
원수보험료	4,120	3,889	5.9%	4,011	2.7%	16,042	15,075	6.4%
경과보험료	3,779	3,591	5.2%	3,685	2.5%	14,625	13,772	6.2%
일반	316	241	31.3%	269	17.4%	1,093	923	18.4%
자동차	1,051	1,006	4.5%	1,041	1.0%	4,106	3,919	4.8%
장기	2,411	2,344	2.9%	2,375	1.5%	9,426	8,930	5.5%
경과손해액	3,029	3,048	-0.6%	2,962	2.3%	11,704	11,304	3.5%
일반	215	184	16.4%	207	3.8%	798	631	26.4%
자동차	881	846	4.2%	847	4.0%	3,259	3,116	4.6%
장기	1,934	2,018	-4.2%	1,908	1.4%	7,648	7,558	1.2%
순사업비	832	664	25.3%	802	3.7%	3,040	2,706	12.3%
보험영업이익	-83	-122	적자지속	-78	적자지속	-119	-238	적자지속
투자영업이익	294	299	-1.7%	420	-29.9%	1,430	1,304	9.7%
총영업이익	211	177	19.1%	341	-38.1%	1,311	1,066	23.0%
영업외손익	7	12	-43.2%	18	-61.2%	54	42	30.1%
세전이익	203	178	14.0%	336	-39.7%	1,296	1,065	21.7%
법인세비용	39	46	-15.9%	82	-52.2%	315	288	9.6%
당기순이익	164	131	24.5%	254	-35.7%	981	777	26.2%
합산비율	102.2%	103.4%	-1.2%p	102.1%	0.1%p	100.8%	101.7%	-0.9%p
일반	96.2%	107.0%	-10.7%p	106.3%	-10.1%p	101.7%	94.9%	6.8%p
자동차	98.2%	98.7%	-0.5%p	96.0%	2.2%p	94.3%	94.5%	-0.2%p
장기	104.7%	105.0%	-0.3%p	104.3%	0.4%p	103.5%	105.6%	-2.0%p
경과손해율	80.2%	84.9%	-4.7%p	80.4%	-0.2%p	80.0%	82.1%	-2.1%p
일반	67.8%	76.5%	-8.6%p	76.7%	-8.9%p	73.0%	68.4%	4.6%p
자동차	83.8%	84.1%	-0.3%p	81.4%	2.4%p	79.4%	79.5%	-0.1%p
장기	80.2%	86.1%	-5.9%p	80.3%	-0.1%p	81.1%	84.6%	-3.5%p
장기위험	90.2%	97.3%	-7.1%p	86.8%	3.4%p	88.5%	94.2%	-5.7%p
경과사업비율	22.0%	18.5%	3.5%p	21.8%	0.3%p	20.8%	19.6%	1.1%p
일반	28.4%	30.5%	-2.1%p	29.6%	-1.2%p	28.7%	26.5%	2.2%p
자동차	14.4%	14.7%	-0.3%p	14.6%	-0.2%p	15.0%	15.0%	0.0%p
장기	24.5%	18.9%	5.6%p	24.0%	0.5%p	22.4%	21.0%	1.4%p
운용자산이익률	2.8%	2.9%	-0.1%p	4.1%	-1.2%p	3.4%	3.3%	0.1%p

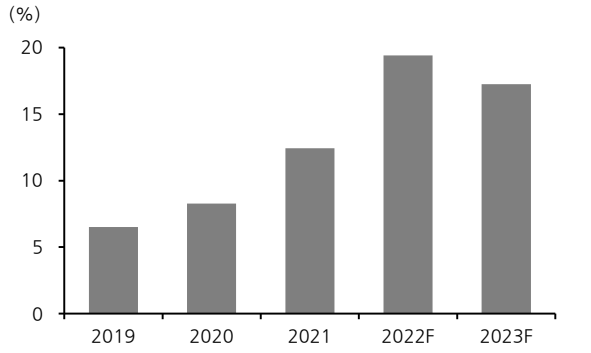
자료: DB손해보험, 현대차증권

<그림1> 연간 순이익 추정



자료: DB손해보험, 현대차증권

<그림2> 연간 ROE 추정



자료: DB손해보험, 현대차증권

(단위: 십억 원)

손익계산서(별도)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
원수보험료	14,070	15,075	16,042	16,798	17,010
보유보험료	13,035	13,978	14,787	15,496	15,691
경과보험료	12,670	13,772	14,625	15,286	15,529
일반	794	923	1,093	1,243	1,185
자동차	3,520	3,919	4,106	4,271	4,414
장기	8,356	8,930	9,426	9,771	9,930
발생손해액	6,428	7,129	7,549	8,236	8,417
경과손해액	10,626	11,304	11,704	12,279	12,526
일반	561	631	798	843	848
자동차	2,972	3,116	3,259	3,515	3,677
장기	7,093	7,558	7,648	7,921	8,002
순사업비	2,635	2,706	3,040	3,028	3,070
일반	200	245	314	323	320
자동차	561	589	615	641	664
장기	1,874	1,872	2,112	2,064	2,085
보험영업이익	-590	-238	-119	-21	-67
투자영업이익	1,274	1,304	1,430	1,381	1,467
총영업이익	683	1,066	1,311	1,360	1,400
영업외수익	44	42	54	53	52
영업외비용	49	43	69	72	72
특별계정이익	-	-	-	-	-
세전이익	678	1,065	1,296	1,341	1,380
법인세비용	176	288	315	349	359
당기순이익	502	777	981	992	1,021

(단위: 십억 원)

재무상태표(별도)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	47,124	51,188	50,396	53,272	55,460
운용자산	38,936	41,650	40,518	43,061	45,119
현금과예치금	295	428	730	711	746
유가증권	25,550	27,491	25,848	27,715	29,038
대출채권	11,945	12,587	12,759	13,397	14,038
부동산	1,145	1,143	1,180	1,238	1,297
비운용자산	3,622	3,822	4,871	4,920	4,969
특별계정자산	4,567	5,716	5,007	5,290	5,372
부채총계	41,060	44,939	45,345	47,517	48,991
책임준비금	34,288	36,265	37,779	38,763	40,106
보험료적립금	28,294	29,369	30,132	31,060	32,003
미경과보험료적립금	2,795	3,038	3,255	3,466	3,628
기타부채	2,176	2,819	2,178	2,915	2,916
특별계정부채	4,596	5,855	5,388	5,838	5,968
자본총계	6,064	6,249	5,050	5,755	6,470
자본금	35	35	35	35	35
보통주	35	35	35	35	35
우선주	-	-	-	-	-
자본잉여금	38	38	38	38	38
이익잉여금	4,943	5,588	6,358	7,063	7,777
비상위험준비금	1,131	1,249	1,379	1,521	1,665
자본조정	-152	-152	-152	-152	-152
기타포괄손익누계액	1,200	740	-1,229	-1,229	-1,229
신종자본증권	-	-	-	-	-

(단위: %)

주요 지표(1)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출 구성(경과)					
일반	6.3	6.7	7.5	8.1	7.6
자동차	27.8	28.5	28.1	27.9	28.4
장기	65.9	64.8	64.4	63.9	63.9
운용자산 구성					
현금및예치금	0.8	1.0	1.8	1.7	1.7
유가증권	65.6	66.0	63.8	64.4	64.4
대출채권	30.7	30.2	31.5	31.1	31.1
부동산	2.9	2.7	2.9	2.9	2.9
수익성 지표					
합산비율	104.7	101.7	100.8	100.1	100.4
일반	95.8	94.9	101.7	93.8	98.5
자동차	100.4	94.5	94.3	97.3	98.4
장기	107.3	105.6	103.5	102.2	101.6
경과손해율	83.9	82.1	80.0	80.3	80.7
일반	70.7	68.4	73.0	67.8	71.5
자동차	84.4	79.5	79.4	82.3	83.3
장기	84.9	84.6	81.1	81.1	80.6
장기위험	92.9	94.2	88.5	85.9	84.9
경과사업비율	20.8	19.6	20.8	19.8	19.8
일반	25.2	26.5	28.7	26.0	27.0
자동차	15.9	15.0	15.0	15.0	15.1
장기	22.4	21.0	22.4	21.1	21.0
투자수익률	3.4	3.3	3.4	3.4	3.4
ROA	1.1	1.5	1.9	1.9	1.8
ROE	8.3	12.4	19.4	17.2	15.8

(단위: %)

주요 지표(2)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
성장성					
경과보험료	6.7	8.7	6.2	4.5	1.6
일반	18.9	16.2	18.4	13.7	-4.6
자동차	13.5	11.3	4.8	4.0	3.3
장기	3.1	6.9	5.5	3.7	1.6
발생손해액	8.1	10.9	5.9	9.1	2.2
경과손해액	3.8	6.4	3.5	4.9	2.0
일반	20.3	12.4	26.4	5.6	0.6
자동차	4.6	4.8	4.6	7.9	4.6
장기	2.3	6.6	1.2	3.6	1.0
순사업비	6.0	2.7	12.3	-0.4	1.4
투자영업이익	-6.9	2.4	9.7	-3.5	6.2
총영업이익	33.4	56.0	23.0	3.7	3.0
세전이익	34.3	56.9	21.7	3.5	2.9
당기순이익	34.8	54.7	26.2	1.2	2.9
자산총계	7.9	8.6	-1.5	5.7	4.1
부채총계	8.2	9.4	0.9	4.8	3.1
자본총계	6.0	3.0	-19.2	13.9	12.4
투자 지표					
EPS(원)	8,364	12,939	16,331	16,525	17,007
BPS(원)	100,995	104,069	84,109	95,842	107,747
P/E(X)	5.2	4.2	4.0	4.1	4.0
P/B(X)	0.4	0.5	0.8	0.7	0.6
DPS(원)	2,200	3,500	4,600	4,800	5,100
배당성향(%)	26.3	27.1	28.2	29.0	30.0
배당수익률(%)	5.0	6.5	7.0	7.0	7.5

** 별도기준*

Company Note
2023. 02. 23

현대해상 (001450)

BUY
TP 44,000원

여러모로 예상을 상회

Analyst 이홍재
02-3787-2643 leehj612@hmsec.com

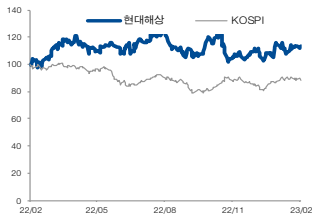
현재주가 (02/22)	31,550원
상승여력	39.5%
시가총액	2,821십억원
발행주식수	89,400천주
자본금/액면가	45십억원/500원
52주 최고가/최저가	34,550원/27,050원
일평균 거래대금 (60일)	12십억원
외국인지분율	35.76%
주요주주	정몽윤 외 4인 22.80%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-1.6	7.5	-8.3
상대주가(%p)	-2.5	6.9	-6.6

※ K-IFRS 별도 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	6,990	7,836	44,000
추정치	7,153	7,971	44,000
Consensus	6,427	6,991	43,444
Cons. 차이	11.3%	14.0%	1.3%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

향후 상승 여력은 40%로 경쟁사와 유사

- 현대해상에 대한 매수 의견과 목표가 44,000원 유지
- 동사의 22년 IFRS17 전환 손익과 자본에 따른 ROE는 현재의 경상 ROE와 대동소이. BPS의 급격한 상승에 따라 현재의 ROE-P/B 기준으로 목표가 산출 시 단순 상승 여력은 4배이나, 경쟁사와 동일한 산출 방법으로 22년 말 주당 예상 CSM 연간 상각 규모를 과거 12MF P/E 최저 값에 대입한 결과 기존 목표가와 유사한 수준으로 산출. 한편, 상각 규모는 CSM 잔액 뿐 아니라 상각률이 경쟁사 대비 낮은 영향도 존재하며, 이러한 목표가 산출 방법은 임시적. 향후 전환 재무제표와 배당 정책 공개 이후 목표가 추가 조정 예정
- 목표가는 유지하지만 현재 주가 대비 상승 여력은 40%로 주요 경쟁사와 유사하다는 점에서 투자 매력 측면에서 유의미한 우열은 없다고 판단. 대형 손보 3사에 대한 적극적인 투자를 권유

4분기 실적과 22년 말 CSM 규모 모두 예상을 상회

- 4분기 순이익은 전년 대비 62.6% 개선되고 전분기 대비는 35.2% 감소한 824억원으로 컨센서스를 23% 상회. 연간으로는 전년 대비 28.0% 개선된 5,609억원(ROE 12.5%) 기록
- C/R과 운용자산이익률이 전년 대비 각각 0.5%p, 0.3%p 개선. 자보 L/R과 장기 위험 L/R을 중심으로 안정화되며 전체 L/R은 전년 대비 0.9%p 하락한 반면, 장기 인보험 신계약이 4.4% 성장하며 E/R이 전년 대비 0.4%p 상승
- 한편, 시장 주요 관심사인 22년 말 CSM 잔액은 약 8.9조원. 이에 대해 아직 집계된 컨센서스는 부재하며, 당사 추정치인 8조원 대비 약 10% 상회한 수준인데, 주로 22년 신계약 CSM 규모가 2조원으로 예상을 크게 상회한 데 기인. 이자부리, 상각 등에 따라 연간 CSM은 1.3조원 순증
- 올해 K-ICS 가이던스는 보완자본 상환을 감안하여 180% 제시. 경쟁사보다 낮지만 규제 비율 상회하는 수준. 이에 배당은 향후 규제 변화에 따라 조금은 전향적으로 바뀔 가능성도 존재
- 현재 2위권사에 대한 주된 우려는 23년 신계약 CSM 방어 여부. 예정이율 조정에도 불구하고 손보업계 전체적으로 1월 GA 신계약이 전년 월 평균 대비 감소했을 뿐 아니라 최근 들어서 경쟁이 다소 격화되는 것으로 파악되기 때문. 다행히 동사는 상대적으로 상각률이 다소 낮은 편

요약 실적 및 Valuation

구분	경과보험료 (십억 원)	투자손익 (십억 원)	총영업이익 (십억 원)	순이익 (십억 원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (X)	P/B (X)	ROA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	12,837	1,335	479	306	3,840	22.2	8.4	0.6	0.6	6.6	3.1
2021	13,497	1,211	645	438	5,498	43.2	5.8	0.6	0.9	9.1	4.6
2022F	14,314	1,251	823	561	7,153	30.1	4.1	0.6	1.1	12.5	6.7
2023F	14,629	1,364	903	625	7,971	11.4	4.0	0.6	1.2	14.5	7.0
2024F	14,734	1,479	952	661	8,429	5.7	3.7	0.5	1.2	13.9	7.6

** K-IFRS 별도 기준*

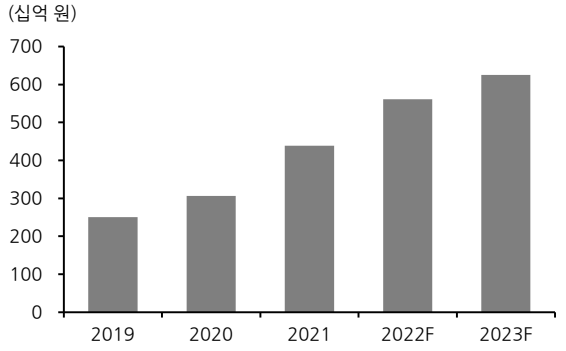
〈표1〉 현대해상 주요 실적 추정

(단위: 십억 원)

	4Q22	4Q21	YoY%	3Q22	QoQ%	2022F	2021	YoY%
원수보험료	4,199	3,984	5.4%	4,039	3.9%	16,298	15,409	5.8%
경과보험료	3,661	3,365	8.8%	3,619	1.2%	14,314	13,497	6.1%
일반	197	170	16.3%	183	8.0%	732	642	14.1%
자동차	1,050	1,010	3.9%	1,046	0.3%	4,129	3,939	4.8%
장기	2,415	2,185	10.5%	2,390	1.0%	9,453	8,916	6.0%
경과손해액	3,119	2,897	7.6%	3,002	3.9%	11,901	11,303	5.3%
일반	152	122	24.6%	149	1.8%	518	405	27.8%
자동차	891	869	2.5%	839	6.2%	3,317	3,198	3.7%
장기	2,076	1,906	8.9%	2,014	3.1%	8,067	7,700	4.8%
순사업비	760	684	11.1%	711	6.9%	2,841	2,760	2.9%
보험영업이익	-217	-216	0.4%	-95	적자지속	-428	-566	적자지속
투자영업이익	338	291	16.3%	287	17.7%	1,251	1,211	3.3%
총영업이익	121	75	62.3%	193	-37.2%	823	645	27.6%
영업외손익	-17	8	N/A	-15	N/A	-55	27	N/A
세전이익	104	68	52.8%	178	-41.4%	768	605	26.9%
법인세비용	22	17	24.4%	50	-57.0%	207	167	24.2%
당기순이익	82	51	62.6%	127	-35.2%	561	438	28.0%
합산비율	105.9%	106.4%	-0.5%p	102.6%	3.3%p	103.0%	104.2%	-1.2%p
일반	96.6%	96.2%	0.4%p	101.9%	-5.3%p	89.2%	81.8%	7.4%p
자동차	100.7%	102.5%	-1.8%p	95.4%	5.3%p	96.2%	97.5%	-1.3%p
장기	109.0%	109.1%	-0.1%p	105.8%	3.2%p	107.0%	108.8%	-1.8%p
경과손해율	85.2%	86.1%	-0.9%p	83.0%	2.2%p	83.1%	83.7%	-0.6%p
일반	77.0%	71.9%	5.1%p	81.8%	-4.7%p	70.7%	63.1%	7.6%p
자동차	84.9%	86.0%	-1.1%p	80.2%	4.7%p	80.3%	81.2%	-0.9%p
장기	86.0%	87.2%	-1.3%p	84.3%	1.7%p	85.3%	86.4%	-1.0%p
장기위험	97.4%	101.4%	-3.9%p	92.4%	5.0%p	95.4%	97.6%	-2.2%p
경과사업비율	20.8%	20.3%	0.4%p	19.7%	1.1%p	19.8%	20.5%	-0.6%p
일반	19.6%	24.3%	-4.7%p	20.1%	-0.6%p	18.5%	18.7%	-0.2%p
자동차	15.8%	16.4%	-0.6%p	15.2%	0.6%p	15.9%	16.3%	-0.4%p
장기	23.0%	21.8%	1.2%p	21.6%	1.4%p	21.7%	22.4%	-0.7%p
운용자산이익률	3.1%	2.7%	0.3%p	2.6%	0.4%p	2.9%	3.0%	-0.1%p

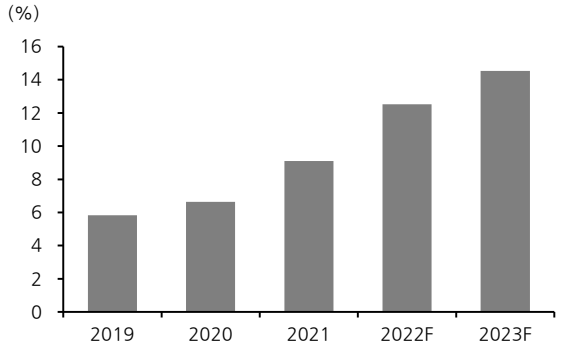
자료: 현대해상, 현대차증권

〈그림1〉 연간 순이익 추정



자료: 현대해상, 현대차증권

〈그림2〉 연간 ROE 추정



자료: 현대해상, 현대차증권

(단위: 십억 원)

손익계산서(별도)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
원수보험료	14,410	15,409	16,298	16,796	16,873
보유보험료	13,160	13,731	14,520	15,011	15,081
경과보험료	12,837	13,497	14,314	14,629	14,734
일반	553	642	732	847	828
자동차	3,593	3,939	4,129	4,204	4,315
장기	8,691	8,916	9,453	9,579	9,591
발생손해액	6,469	6,714	7,354	7,099	7,228
경과손해액	10,992	11,303	11,901	12,173	12,308
일반	392	405	518	556	589
자동차	3,068	3,198	3,317	3,501	3,614
장기	7,531	7,700	8,067	8,115	8,105
순사업비	2,701	2,760	2,841	2,918	2,953
일반	110	120	135	176	164
자동차	631	642	656	676	701
장기	1,960	1,998	2,050	2,067	2,088
보험영업이익	-856	-566	-428	-462	-527
투자영업이익	1,335	1,211	1,251	1,364	1,479
총영업이익	479	645	823	903	952
영업외수익	38	27	-55	-58	-59
영업외비용	73	67	-	-	-
특별계정이익	-	-	-	-	-
세전이익	445	605	768	845	893
법인세비용	139	167	207	220	232
당기순이익	306	438	561	625	661

(단위: 십억 원)

재무상태표(별도)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	48,820	52,291	51,608	54,783	57,210
운용자산	40,697	43,265	43,097	46,101	48,493
현금과예치금	996	879	1,052	1,067	1,123
유가증권	27,258	28,850	28,042	30,207	31,773
대출채권	11,547	12,409	12,893	13,647	14,356
부동산	896	1,128	1,110	1,180	1,242
비운용자산	4,061	4,406	5,187	5,239	5,291
특별계정자산	4,063	4,620	3,324	3,443	3,425
부채총계	44,070	47,401	47,532	50,257	52,208
책임준비금	37,310	39,328	41,025	42,954	44,836
보험료적립금	31,252	32,684	33,629	35,066	36,504
미경과보험료적립금	2,953	3,267	3,564	3,946	4,293
기타부채	2,573	3,412	2,875	3,386	3,430
특별계정부채	4,187	4,661	3,632	3,917	3,942
자본총계	4,750	4,889	4,076	4,526	5,002
자본금	45	45	45	45	45
보통주	45	45	45	45	45
우선주	-	-	-	-	-
자본잉여금	113	113	113	113	113
이익잉여금	3,412	3,754	4,181	4,631	5,107
비상위험준비금	1,031	1,133	1,242	1,356	1,471
자본조정	-45	-68	-68	-68	-68
기타포괄손익누계액	727	547	-693	-693	-693
신종자본증권	498	498	498	498	498

(단위: %)

주요 지표(1)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
매출 구성(경과)					
일반	4.3	4.8	5.1	5.8	5.6
자동차	28.0	29.2	28.8	28.7	29.3
장기	67.7	66.1	66.0	65.5	65.1
운용자산 구성					
현금및예치금	2.4	2.0	2.4	2.3	2.3
유가증권	67.0	66.7	65.1	65.5	65.5
대출채권	28.4	28.7	29.9	29.6	29.6
부동산	2.2	2.6	2.6	2.6	2.6
수익성 지표					
합산비율	106.7	104.2	103.0	103.2	103.6
일반	90.9	81.8	89.2	86.5	90.9
자동차	103.0	97.5	96.2	99.4	100.0
장기	109.2	108.8	107.0	106.3	106.3
경과손해율	85.6	83.7	83.1	83.2	83.5
일반	71.0	63.1	70.7	65.7	71.2
자동차	85.4	81.2	80.3	83.3	83.8
장기	86.7	86.4	85.3	84.7	84.5
장기위험	96.0	97.6	95.4	92.1	90.8
경과사업비율	21.0	20.5	19.8	19.9	20.0
일반	19.9	18.7	18.5	20.8	19.8
자동차	17.6	16.3	15.9	16.1	16.2
장기	22.6	22.4	21.7	21.6	21.8
투자수익률	3.5	3.0	2.9	3.2	3.2
ROA	0.6	0.9	1.1	1.2	1.2
ROE	6.6	9.1	12.5	14.5	13.9

(단위: %)

주요 지표(2)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
성장성					
경과보험료	6.4	5.1	6.1	2.2	0.7
일반	10.8	16.2	14.1	15.6	-2.2
자동차	10.9	9.6	4.8	1.8	2.6
장기	4.4	2.6	6.0	1.3	0.1
발생손해액	7.6	3.8	9.5	-3.5	1.8
경과손해액	4.3	2.8	5.3	2.3	1.1
일반	18.7	3.3	27.8	7.4	5.9
자동차	3.4	4.2	3.7	5.6	3.2
장기	4.1	2.2	4.8	0.6	-0.1
순사업비	4.9	2.2	2.9	2.7	1.2
투자영업이익	-6.6	-9.3	3.3	9.0	8.4
총영업이익	25.0	34.6	27.6	9.7	5.5
세전이익	27.7	36.1	26.9	9.9	5.7
당기순이익	22.2	43.2	28.0	11.4	5.7
자산총계	5.7	6.3	-0.4	7.0	5.2
부채총계	6.6	7.6	0.3	5.7	3.9
자본총계	6.1	2.9	-16.6	11.0	10.5
투자 지표					
EPS(원)	3,855	5,590	7,153	7,971	8,429
BPS(원)	53,540	55,999	45,623	51,362	57,431
P/E(X)	8.0	5.5	4.1	4.0	3.7
P/B(X)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
DPS(원)	1,000	1,480	1,965	2,200	2,400
배당성향(%)	25.9	26.5	27.5	28.0	28.0
배당수익률(%)	3.2	4.8	6.7	7.0	7.6

** 별도기준*

Company Note
2023. 02. 23

한화생명 (088350)

BUY
TP 3,300원

배당 기대감은 눈높이 조금 낮춰야

Analyst 이홍재
02-3787-2643 leehj612@hmsec.com

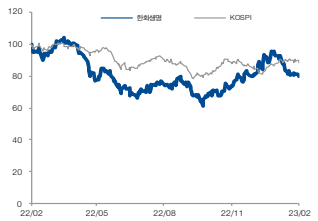
현재주가 (02/22)	2,470원
상승여력	33.6%
시가총액	2,145십억원
발행주식수	868,530천주
자본금/액면가	4,343십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	3,235원/1,895원
일평균 거래대금 (60일)	6십억원
외국인지분율	7.26%
주요주주	한화건설 외 5인 45.05%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-14.4	8.6	6.0
상대주가(%p)	-15.2	8.0	8.0

※ K-IFRS 별도 기준

(단위: 원)	EPS(22F)	EPS(23F)	T/P
Before	505	527	3,000
After	472	553	3,300
Consensus	380	621	3,333
Cons. 차이	24.1%	-11.0%	-1.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

4분기 실적 예상에 부합. 주요 관심사는 23년 가이던스

- 한화생명의 4분기 손익은 1,592억원으로 컨센서스에 부합하는 수준 기록. 이익증가율이 높은데, 이는 주로 부동산 매각익, 변액보증손익 등 이차익 개선에 기인하며, 보험이익은 신계약비 증가에 따라 비차익이 전년 대비 90.5% 감소한 영향으로 전년 대비 34.3% 둔화. 연간 손익은 전년 대비 13.7% 감소한 3,543억원(ROE 4.3%)
- IFRS17 전환은 모든 보험사들이 해당되지만 동사의 경우 보험부채 포트폴리오 특성상 B/S와 P/L 모두 올해 변화 폭이 상대적으로 더 크다는 점에서 23년 가이던스가 주된 시장의 관심사
- 전환 시점 CSM 잔액은 7.5조원이며 22년도 신계약 CSM 1.6조원 내외, 이외에 CSM 상각 및 이자부리 효과 조정하여 22년말 CSM 잔액은 약 9조원. 자본 총계는 22년 말 대비 약 2배 증가, 자산은 약관대출 및 미상각신계약비 차감에 따라 9조원 가량 감소 예상

아직 투자 최우선 순위라고 보기는 어렵지만…

- 회사가 제시한 CSM 가이던스에 따르면 연간 CSM 상각 규모는 7,000억원을 상회하고 간접비나 보유이원 개선에 따른 투자손익(FVPL 평가익 제외)까지 감안했을 때 예실차를 제외한 세전이익은 약 8,000억원에 달할 듯. 자본비율까지 함께 봤을 때 턴어라운드 폭 놓고 보면 상당한 수준
- 22년 보장성 APE 규모가 전년 대비 18.7% 성장했다는 점에서 매년 해당 규모만큼 신계약 물량이 보장된다고 보기는 어렵고, 올해 예정이율 조정 효과까지 감안했을 때 신계약 CSM을 1.8조원으로 늘리겠다는 회사 측의 가이던스는 다소 부담스러운 수준이지만 신계약 유입에 따른 점진적 이익 증가는 타사와 마찬가지로 충분히 가능할 것으로 예상
- 다만, 여전히 배당가능이익 불확실성은 상존. 법정준비금 1조원 환입, 이익잉여금 2조원 이상 증가하지만 해약환급금준비금 규모를 감안했을 때 미실현손익 상계 규제가 완화되지 않는다면 배당 확대에 대한 기대감을 가지기에는 아직 이른 시점. 그리고 만약에 배당가능이익 확보되어 과거 수준인 배당성향 20%를 적용하더라도 DPS는 160원, 배당수익률 6%대이기에 여타 금융기관들과 별반 다를 것이 없는 수준이라 딱히 상대적인 투자 매력 우위도 아니라고 판단
- 배당 불확실성을 감안하더라도 예상 재무 실적 개선 폭이 큰 점을 반영하여 한화생명보험에 대한 목표가를 직전 대비 10% 상향한 3,300원으로 제시하고 매수 의견 유지

요약 실적 및 Valuation

구분	경과보험료 (십억 원)	투자손익 (십억 원)	총영업이익 (십억 원)	순이익 (십억 원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (X)	P/B (X)	ROA (%)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2020	14,775	3,328	241	197	262	71.0	9.3	0.2	0.2	1.6	1.2
2021	14,745	3,507	559	411	546	108.5	5.4	0.3	0.3	3.7	0.0
2022F	18,628	2,770	433	354	472	-13.7	5.9	0.4	0.3	4.3	0.0
2023F	15,761	3,270	561	415	553	17.2	4.5	0.4	0.3	6.4	3.2
2024F	15,937	3,372	656	485	646	16.8	3.8	0.3	0.4	7.1	4.0

*K-IFRS 별도 기준

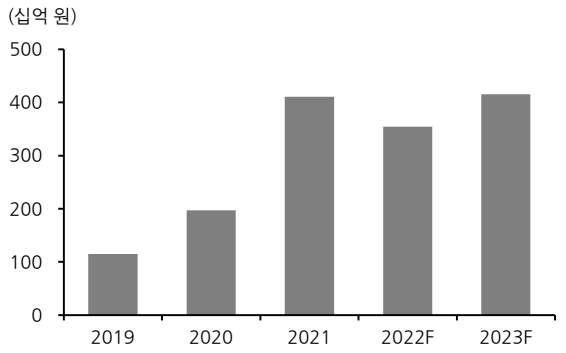
<표1> 한화생명 주요 실적 추정

(단위: 십억 원)

	4Q22P	4Q21	YoY%	3Q22	QoQ%	2022F	2021	YoY%
수입보험료	8,591	4,865	76.6%	3,559	141.4%	18,628	14,745	26.3%
일반계정	6,109	2,558	138.8%	3,079	98.4%	14,226	10,117	40.6%
특별계정	2,482	2,307	7.6%	480	416.6%	4,402	4,628	-4.9%
보험이익	138	211	-34.3%	172	-19.7%	728	841	-13.5%
사차손익	126	85	49.5%	134	-6.0%	511	417	22.5%
위험보험료	658	619	6.3%	645	2.1%	2,567	2,433	5.5%
사고보험금	532	535	-0.5%	510	4.2%	2,056	2,015	2.0%
위험손해율	80.8%	86.3%	-5.5%p	79.1%	1.6%p	80.1%	82.8%	-2.7%p
비차손익	12	126	-90.5%	38	-68.4%	217	424	-48.8%
예정사업비	691	586	17.8%	621	11.2%	2,509	2,335	7.4%
실제사업비	679	460	47.5%	583	16.4%	2,292	1,911	19.9%
사업비율	7.9%	9.5%	-1.6%p	16.4%	-8.5%p	12.3%	13.0%	-0.7%p
이자율차 Spread	-1.83%p	-0.80%p	-1.02%p	-1.61%p	-0.22%p	-1.77%p	-0.77%p	0.17%p
운용자산이익률	2.75%	3.56%	-0.81%p	2.82%	-0.07%p	2.81%	3.59%	-0.78%p
부채 부담금리	4.58%	4.36%	0.22%p	4.43%	0.15%p	4.58%	4.36%	0.22%p
보험손익	413	-31	흑자전환	-811	흑자전환	-1,180	-553	적자지속
보험영업수익	6,167	2,610	136.3%	3,128	97.1%	14,442	10,314	40.0%
보험영업비용	5,754	2,641	117.8%	3,940	46.1%	15,621	10,867	43.8%
투자손익	678	884	-23.2%	692	-1.9%	2,770	3,507	-21.0%
책임준비금전입액	1,117	975	14.6%	-43	N/A	1,944	3,284	-40.8%
영업이익	-26	-122	적자지속	-76	적자지속	-353	-330	적자지속
영업외손익	216	200	8.3%	180	19.8%	786	889	-11.6%
세전이익	190	77	146.5%	104	82.6%	433	559	-22.6%
당기순이익	159.2	57	181.0%	88	79.9%	354	411	-13.7%
자산총계	126,780	129,505	-2.1%	125,825	0.8%	126,780	129,505	-2.1%
운용자산	99,553	100,394	-0.8%	98,522	1.0%	99,553	100,394	-0.8%
부채총계	120,465	119,315	1.0%	119,910	0.5%	120,465	119,315	1.0%
책임준비금	92,296	90,349	2.2%	91,175	1.2%	92,296	90,349	2.2%
자본총계	6,315	10,190	-38.0%	5,914	6.8%	6,315	10,190	-38.0%

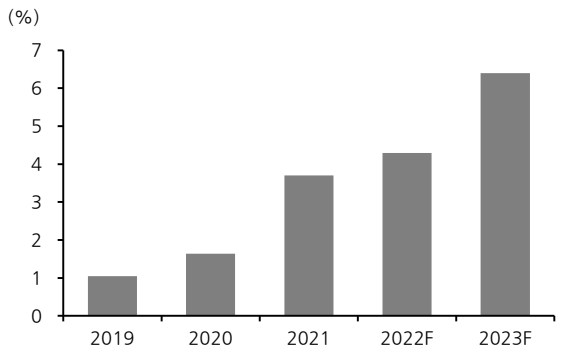
자료: 한화생명, 현대차증권

<그림1> 연간 순이익 추정



자료: 한화생명, 현대차증권

<그림2> 연간 ROE 추정



자료: 한화생명, 현대차증권

(단위: 십억 원)

손익계산서(별도)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
수입보험료	14,775	14,745	18,628	15,761	15,937
일반계정	10,058	10,117	14,226	11,393	11,535
특별계정	4,717	4,628	4,402	4,368	4,402
보험이익	795	841	728	758	740
사업비차손익	317	424	217	243	199
위험률차손익	478	417	511	515	541
보험손익	-545	-553	-1,180	-604	-564
보험영업수익	10,232	10,314	14,442	11,625	11,766
보험료수익	10,058	10,117	14,226	11,393	11,535
재보험수익	174	196	215	231	231
보험영업비용	10,777	10,867	15,621	12,228	12,330
지급보험금	8,467	8,689	13,198	10,195	10,394
재보험비용	184	205	226	236	236
사업비	1,240	1,165	1,281	1,254	1,273
(이연신계약비)	-836	-746	-1,011	-923	-951
신계약비	1,177	1,096	1,497	1,390	1,431
유지비	899	815	795	787	792
신계약비상각비	883	806	915	541	426
할인료	2	2	2	2	2
투자손익	3,328	3,507	2,770	3,270	3,372
책임준비금전입액	3,394	3,284	1,944	2,799	2,921
영업이익	-610	-330	-353	-133	-113
영업외손익	852	889	786	694	769
세전이익	241	559	433	561	656
법인세비용	44	148	78	146	170
당기순이익	197	411	354	415	485

(단위: 십억 원)

재무상태표(별도)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
자산총계	127,530	129,505	126,780	128,387	132,729
운용자산	98,557	100,394	99,553	102,822	106,201
현금과예치금	610	614	2,007	1,676	1,735
유가증권	71,872	74,502	72,329	74,992	77,454
주식	1,662	2,494	3,023	3,073	3,175
채권	36,262	41,053	39,895	41,308	42,664
외화유가증권	20,239	16,739	14,074	15,251	15,745
기타	13,708	14,216	15,337	15,360	15,870
대출채권	22,669	22,169	44,669	23,105	23,863
부동산	3,406	3,109	2,910	3,049	3,149
비운용자산	3,660	2,946	4,846	2,274	2,292
미상각신계약비	1,580	1,519	1,614	757	763
특별계정자산	25,313	26,166	22,382	23,291	24,236
부채총계	115,525	119,315	120,465	121,718	125,648
책임준비금	87,005	90,349	92,296	95,096	98,017
보험료적립금	82,356	85,252	87,803	90,475	93,293
계약자지분조정	1,195	418	10	1	1
기타부채	1,572	1,541	4,690	2,201	2,218
특별계정부채	25,752	27,008	23,468	24,421	25,412
자본총계	12,005	10,190	6,315	6,669	7,081
자본금	4,343	4,343	4,343	4,343	4,343
자본잉여금	485	485	485	485	485
이익잉여금	3,389	3,699	3,990	4,343	4,755
자본조정	-924	-921	-920	-920	-920
기타포괄손익누계액	2,655	528	-3,141	-3,141	-3,141
신종자본증권	2,056	2,056	1,558	1,558	1,558

(단위: %)

주요 지표(1)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
성장성					
수입보험료	5.4	-0.2	26.3	-15.4	1.1
일반계정	6.3	0.6	40.6	-19.9	1.2
보장	5.4	2.4	2.9	3.6	1.7
저축	7.7	-2.0	98.6	-38.7	0.7
특별계정	3.6	-1.9	-4.9	-0.8	0.8
퇴직	21.3	8.8	1.2	0.9	0.3
변액	-14.3	-17.1	-16.2	-4.5	2.0
사업비차손익	-6.7	33.9	-48.8	12.2	-18.3
위험률차손익	13.1	-12.7	22.5	0.8	5.0
보험영업손익	6.3	0.8	40.0	-19.5	1.2
보험영업비용	5.1	0.8	43.8	-21.7	0.8
투자손익	5.3	5.4	-21.0	18.0	3.1
책임준비금전입액	0.9	-3.2	-40.8	44.0	4.3
세전이익	113.6	131.7	-22.6	29.7	16.8
순이익	71.8	108.5	-13.7	17.2	16.8
자산총계	4.7	1.5	-2.1	1.3	3.4
부채총계	5.3	3.3	1.0	1.0	3.2
자본총계	-0.4	-15.1	-38.0	5.6	6.2
수익성					
위험손해율	79.6	82.8	80.1	80.7	80.3
사업비율	14.1	13.0	12.3	13.8	14.0
운용자산이익률	3.5	3.6	2.8	3.3	3.3
부채 평균 부담이율	4.4	4.4	4.6	4.7	4.7
ROA	0.2	0.3	0.3	0.3	0.4
ROE	1.6	3.7	4.3	6.4	7.1

(단위: 십억 원)

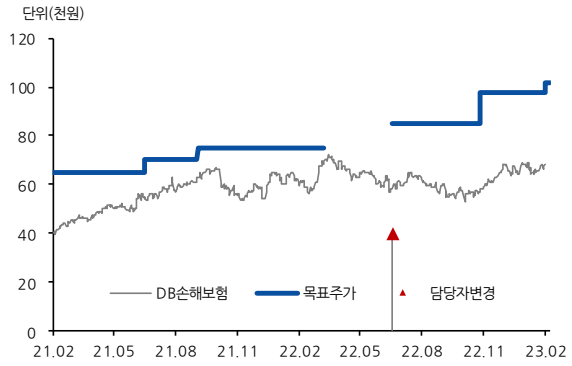
주요 지표(2)	2020	2021	2022F	2023F	2024F
보험료 구성					
일반계정	10,058	10,117	14,226	11,393	11,535
보장	5,993	6,135	6,316	6,542	6,651
저축	4,065	3,982	7,910	4,852	4,884
특별계정	4,717	4,628	4,402	4,368	4,402
퇴직	2,771	3,015	3,051	3,077	3,086
변액	1,945	1,612	1,351	1,291	1,317
위험보험료	2,345	2,433	2,567	2,674	2,739
부가보험료	2,393	2,335	2,509	2,421	2,422
특별계정수입수수료	988	948	610	799	873
신계약 APE					
보장성	1,131	965	1,145	1,283	1,328
저축성	707	609	999	686	712
운용자산 구성(%)					
현금과예치금	0.6	0.6	2.0	1.6	1.6
유가증권	72.9	74.2	72.7	72.9	72.9
대출채권	23.0	22.1	44.9	22.5	22.5
부동산	3.5	3.1	2.9	3.0	3.0
투자 지표					
EPS(원)	262	546	472	553	646
BPS(원)	13,241	10,824	6,331	6,801	7,350
P/E(X)	9.3	5.4	5.9	4.5	3.8
P/B(X)	0.2	0.3	0.4	0.4	0.3
DPS(원)	30	-	-	80	100
배당성향(%)	11.4	-	-	15.0	15.0
배당수익률(%)	1.2	-	-	3.2	4.0

** K-IFRS 별도기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.09.04	BUY	65,000	-32.77	-25.85
2021.03.04	AFTER 6M	65,000	-25.11	-13.38
2021.07.07	BUY	70,000	-16.93	-10.00
2021.09.24	BUY	75,000	-19.30	-10.40
2022.03.24	AFTER 6M	75,000	-8.05	-6.80
2022.07.11	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2022.07.11	BUY	85,000	-30.70	-23.65
2022.11.18	BUY	98,000	-33.97	-29.49
2023.02.23	BUY	102,000		

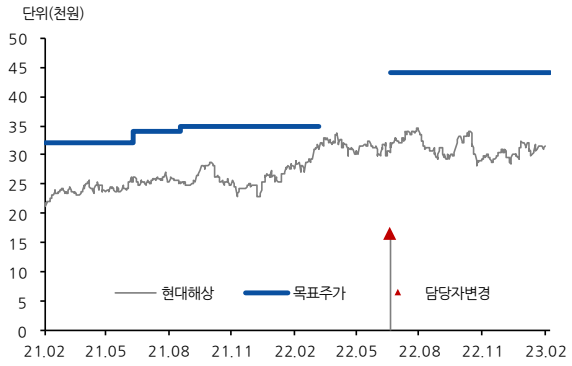
▶ 최근 2년간 DB손해보험 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.07.02	BUY	34,000	-24.59	-20.15
2021.09.09	BUY	35,000	-25.45	-17.43
2022.03.09	AFTER 6M	35,000	-13.92	-8.14
2022.07.11	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2022.07.11	BUY	44,000	-29.03	-21.48
2023.01.11	AFTER 6M	44,000	-29.48	-26.70
2023.02.23	BUY	44,000		

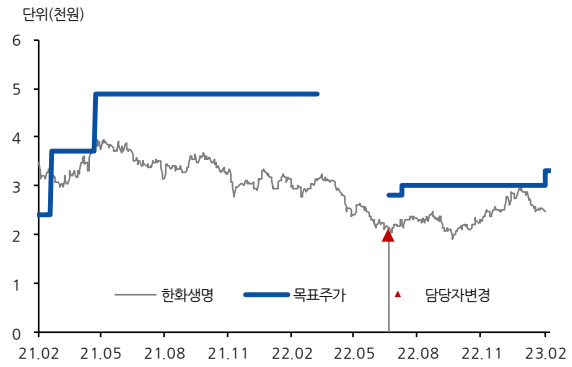
▶ 최근 2년간 현대해상 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.11.16	BUY	2,400	13.93	44.58
2021.03.12	BUY	3,700	-10.57	13.92
2021.05.14	BUY	4,900	-27.43	-19.59
2021.11.14	AFTER 6M	4,900	-37.16	-31.12
2022.07.11	담당자 변경	담당자 변경	-	-
2022.07.11	BUY	2,800	-22.59	-17.68
2022.08.01	BUY	3,000	-20.59	-1.00
2023.02.01	AFTER 6M	3,000	-15.69	-13.50
2023.02.23	BUY	3,300		

▶ 최근 2년간 한화생명 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2022.01.01~2022.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	175건	92.6%
보유	14건	7.4%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.